

GIMENO BEVIA, VICENTE

Doctor en Derecho

Profesor de Derecho Mercantil. Universidad de Alicante

LOS ACUERDOS DE EXCLUSIVIDAD EN LOS PROCESOS DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

Resumen: El objeto del presente trabajo es la investigación de los acuerdos de exclusividad en el proceso de negociaciones entre el vendedor y el comprador en el marco de las adquisiciones de empresas y la actuación debida de los administradores en tal cometido, tanto a la luz de la doctrina española como, especialmente, anglosajona. También es materia de estudio el tratamiento que el legislador ha otorgado a estos acuerdos en el reciente Anteproyecto de Ley de Código Mercantil.

Palabras clave: acuerdos de exclusividad, exclusiva, fusiones y adquisiciones, indemnización por terminación, deberes fiduciarios, administradores.

“No-shop/no-talk” agreements in Company acquisitions.

Abstract: The aim of this paper is showing the role of “no-shop/no-talk” agreements during the Company acquisitions process not only in the light of the Spanish legal doctrine but also the Anglo-Saxon ones. It also explains the possible conflicts with director’s fiduciary duties as well as an analysis of the new regulation of these agreements in the preliminary draft of the new Spanish Commercial Code.

Key words: “no-shop” or “no-talk” agreements, exclusivity, mergers & acquisitions, break-up fee, fiduciary duties, directors.

ÍNDICE

1. Introducción.....	2
2. Concepto.	3
3. Normativa aplicable	3
3.1. Marco jurídico actual.	3
3.2. Regulación de los acuerdos en el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil	4

4. Contenido	5
4.1. Delimitación temporal.....	6
4.2. Compensación por terminación.....	7
4.3. Otras previsiones.....	10
5. Problemática de los acuerdos de exclusividad	13
6. La cláusula “fiduciary out”	16
7. El incumplimiento de los acuerdos de exclusividad. Especial referencia a la cláusula penal.....	21
7.1. Normativa actual.....	21
7.2. El incumplimiento de los acuerdos exclusividad en el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil.....	24
8. Conclusiones	28
9. Bibliografía	28

1. Introducción

Tanto la complejidad como la envergadura del contrato de adquisición de empresa implican su necesaria formación *ex intervallo temporis*, esto es, de forma que las partes, en un lapso temporal más o menos prolongado realicen una serie de actos tendentes a la prestación final del consentimiento contractual. Para ello, en primer lugar es habitual que suscriban un documento que discipline, de modo orientativo, el *iter* de las negociaciones, conocido en la *praxis* como carta de intenciones. Dicho acuerdo prevé un calendario de actuaciones en el que tendrá lugar, entre otros hitos, la revisión de la compañía objetivo –*due diligence*– por el potencial oferente, pues, en ningún caso querrá obligarse con el vendedor si no tiene un conocimiento adecuado del objeto del contrato tanto mediato como inmediato en función de la estructura de la operación –acciones/participaciones, el establecimiento mercantil o ambos–.

Además, para que los riesgos de la revisión sean los menos posibles, es habitual la inclusión en la carta de intenciones -o su exteriorización en documento aparte- de dos cautelas procedentes del derecho anglosajón y conocidas como “*deal protections*”: en primer lugar y en especial interés del vendedor, un acuerdo de confidencialidad sobre la información revelada en las negociaciones; en segundo y a petición generalmente del comprador, un acuerdo de exclusividad que limita temporalmente a uno los

candidatos en el proceso de adquisición. Precisamente, por el elevado coste económico de una completa *due diligence* en no pocas ocasiones el comprador sólo acometerá la inversión si le garantizan la ausencia de competencia durante dicha fase.

2. Concepto.

En consecuencia, el acuerdo de exclusividad hace referencia a todo pacto por el que el vendedor adquiere un compromiso frente al comprador de que, mientras negocian y hasta que no transcurra el plazo fijado, no mantendrá de forma paralela, negociación alguna con terceros para la venta de la empresa. Así, tras un análisis exhaustivo, el posible comprador, en solitario, decidirá si formula o no una oferta definitiva por la compañía.

Además, como especial característica de dicho acuerdo, en su contenido, las partes prevén una compensación equitativa a favor del comprador en el caso de que las negociaciones bilaterales finalicen por causa no imputable a su persona o el vendedor rompa la exclusividad pactada. Mediante la citada previsión, se evita que los citados costes asumidos por el eventual oferente en el proceso de negociación –investigación, *due diligence* y estimación del valor de la empresa, búsqueda de financiación e, incluso, en ocasiones, coste de oportunidad¹- no supongan un derroche si la operación no concluye satisfactoriamente.

3. Normativa aplicable

3.1. Marco jurídico actual.

A diferencia del acuerdo de confidencialidad, sobre la exclusividad no existe deber precontractual alguno pues, como es lógico, el vendedor tiene legitimación plena para la celebración de negociaciones multilaterales.

Ello, no obstante, en virtud de la libre autonomía de su voluntad, si las partes así lo desean, es posible que celebren un acuerdo de exclusividad en la carta de intenciones o en un documento separado *ad hoc*, sobre el que se aplicará la normativa general de los contratos, toda vez que tales acuerdos no están tipificados en el Derecho vigente.

¹ CRONHEIM, P. y STEGERHOEK, E. "The Netherlands. Negotiated M&A guide" 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811>, pág 8.

3.2. Regulación de los acuerdos en el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil

Aunque en la actualidad no existe una regulación expresa de tales acuerdos, es intención del legislador la corrección de tal ausencia. En este sentido, de aprobarse el novedoso Anteproyecto de Ley del Código Mercantil (en adelante, ALCM), si las partes no hubiesen disciplinado su contenido², quedarían sujetas a la regulación que establece expresamente en su artículo 440-2³.

La aplicación aquí del citado precepto queda fuera de duda toda vez que su texto, aunque contiene supuestos típicos en los que son habituales los pactos de exclusiva – contratos de aprovisionamiento, compromisos de venta⁴ o compromiso de actuación o inacción en el marco de contratos de colaboración-, también establece una previsión general en la que tiene cabida el acuerdo que alcancen en tal sentido el oferente y el órgano de administración de la empresa objetivo⁵, por el que desde su suscripción y hasta su vencimiento, las negociaciones por la compañía serán exclusivamente *one to one*.

En el supuesto de que no hubieran delimitado con suficiente claridad su objeto, sería de aplicación el apartado tercero del mencionado artículo, si bien, su traslación mimética a este acuerdo de exclusiva tan particular resultaría, cuanto menos, compleja⁶, pues el legislador, en el primer párrafo, hace referencia a circunstancias previsibles únicamente en los contratos de colaboración. Ello, no obstante, de su lectura parece deducirse que, en caso de laguna, la interpretación ha de realizarse a

² De forma clara así lo establece el art. 411-1. ALCM

“Las normas que regulan los contratos, excepto las relativas a su noción y su mercantilidad, tienen carácter dispositivo salvo que en ellas se establezca expresamente otra cosa, y en consecuencia se aplicarán salvo pacto en contrario entre las partes.”

³ Junto a la cláusula de confidencialidad, la profesora VERGEZ SÁNCHEZ, M. “La regulación de las obligaciones y de los contratos mercantiles en general en la «Propuesta de código mercantil» en *Hacia un nuevo Código Mercantil* Bercovitz Rodríguez-Cano, A. (Coord.) Pamplona, 2015 pág. 321, la califica como “propia de un tráfico profesional realizado en torno al mercado”.

⁴ Es importante resaltar que el compromiso de venta a que se refiere el art. 440-2.2 b) no sirve para el caso que aquí nos ocupa, pues el pacto de exclusiva al que se hace referencia no se proyecta sobre la venta de la empresa, sino que únicamente alcanza a la fase de negociación en la que el oferente no quiere que concurren terceros interesados.

⁵ Art. 440-2 .2 ALCM *“Una obligación derivada de un pacto de exclusiva podrá consistir en hacer o no hacer alguna cosa”.*

⁶ Art 440-2 .3 ALCM *“ El pacto de exclusividad deberá delimitar con la suficiente precisión su objeto. En caso contrario, se entenderá que la exclusiva abarca las mayores zonas, grupos, productos o servicios posibles. Las excepciones a la exclusiva deberán igualmente ser objeto de especificación clara y detallada, interpretándose de forma restrictiva cuando admitan diversidad de significados”.*

favor del beneficiado por la cláusula de exclusiva debido a dos motivos: en primer lugar, porque señala que, en defecto de pacto *“se entenderá que la exclusiva abarca las mayores zonas, grupos, productos o servicios posibles”* y, en segundo, porque dispone, expresamente, que las excepciones a la exclusiva se interpretarán de forma restrictiva cuando admitan varios significados.

Por lo que al resto del artículo hace referencia⁷, también tendría aplicación de forma subsidiaria el párrafo quinto, si bien, rara vez desplegaría sus efectos en la práctica por la previsión contractual de los remedios y las compensaciones previstas por las partes en caso de producirse un incumplimiento.

4. Contenido

Aunque para el citado acuerdo en España sea habitual la utilización de la denominación “acuerdo de exclusiva” o “exclusividad”, en la práctica anglosajona existe una gran variedad de términos para referirse a ello y en muchas ocasiones son utilizados indistintamente como sinónimos⁸. En este sentido, pueden identificarse, entre otros, como *“no-shop”, “no-talk”, “exclusivity”, “lock-out”*⁹, *“shut-out”*¹⁰, etc. Tales calificativos irán acompañados de las palabras *“agreements”* o *“clause”* en función de la constitución de un acuerdo explícito que regule la exclusividad o su incorporación a un documento precontractual más amplio (carta de intenciones o, incluso, en un acuerdo de confidencialidad¹¹).

Ello, no obstante, en esta sede, resulta de plena aplicación la teoría de la inesencialidad de las calificaciones, de modo que, con independencia del nombre preferido para la identificación del acuerdo, lo que realmente tendrá relevancia y lo determinará, será su contenido.

⁷ Art. 440-2.4 ALCM *“El incumplimiento del pacto de exclusiva se regirá por las normas relativas al incumplimiento contractual, y en particular por las relativas a la indemnización de daños y perjuicios”*

Art. 440-2.5 ALCM *“Las ganancias obtenidas por el infractor como consecuencia de la vulneración del pacto de exclusiva quedarán en poder de la otra parte”.*

⁸ MAYANJA, J. “No shop, no talk and break up fee. Agreements in merger and takeover transactions: the case for a fresh regulatory approach” *Australian Journal of Corporate Law* nº 14, 2002 Pág. 3 disponible en <http://eprints.usq.edu.au/2297/>

⁹ CRONHEIM, P. y STEGERHOEK, E. “The Netherlands. Negotiated M&A guide” *Op. cit.* pág. 8

¹⁰ WHITE, P. “Ireland. Negotiated M&A guide” 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811> pág. 4

¹¹ EVANGELOU, S. “Cyprus. Negotiated M&A guide” 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811> pág. 4

Para ello, la práctica en el ámbito de las fusiones y adquisiciones ha acuñado variadas cláusulas a fin de que las partes modulen, según sus intereses, el deber de negociación en exclusiva, que si bien es homogéneo en su definición¹², puede materializarse de una forma más o menos intensa.

4.1. Delimitación temporal

Para que el pacto de exclusividad despliegue su eficacia es necesario que las partes delimiten su objeto con suficiente precisión¹³. En este sentido, si se repara en que el objeto de dicho acuerdo es la garantía al eventual oferente de que será el único concurrente en las negociaciones por la venta de la compañía durante un plazo determinado, la falta de pronunciamiento sobre el lapso temporal determinará la nulidad del acuerdo por la ausencia de uno de los elementos esenciales.

Ello, no obstante, si se interpretara el objeto del acuerdo de forma más restringida y se equiparase únicamente con el trato favorable al oferente sin atención al elemento temporal, también se produciría el mismo efecto toda vez que su indeterminación supondría la inexistencia de un límite, lo que colisiona frontalmente con el principio de general aplicación que se deduce del artículo 1583 CC, a cuyo tenor se prohíben las vinculaciones perpetuas.

En consecuencia, resulta imprescindible el establecimiento por las partes de un plazo determinado¹⁴, si bien, para su consenso median intereses diferentes. Por una parte, el vendedor, pretenderá un plazo relativamente corto por dos motivos: en primer lugar, para que sea posible, nuevamente, la negociación con terceros; en segundo, como medida de presión al posible comprador para que plantee su oferta a la mayor brevedad. Por otra parte, el interesado en la compañía intentará que el tiempo de exclusividad resulte más amplio para que el proceso de revisión y evaluación del negocio

¹² MAYANJA, J. "No shop, no talk and break up fee. Agreements in merger and takeover transactions: the case for a fresh regulatory approach" *Op. Cit.* Pág.6-7: "no iniciar contacto con, solicitar o participar de ningún modo en conversaciones o negociaciones con, o facilitar información o asistencia a ningún tercero en relación con la adquisición de la compañía"; BLOCK, D. J., BARTON, N. E. y RADIN, S.A. "The Business Judgment Rule Fiduciary Duties of Corporate Directors" *Aspen Law & Business vol I*, Nueva York, 1998. Pág. 939

¹³ Art. 440-2.3 ALCM

¹⁴ WHITE, P. "Ireland. Negotiated M&A guide" *Op. Cit.* pág. 5; QUE, A y YUNG, R. Hong Kong. Negotiated M&A guide" 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811> pág. 7

sea suficientemente exhaustivo y emita posteriormente su oferta con pleno conocimiento de causa.

Aunque no cabe, en este punto, la formulación de una regla general, la *praxis* ha perfilado el momento en que debe entenderse finalizada la vigencia de la exclusividad con base bien a la llegada de una fecha determinada, bien por la producción de un suceso concreto o bien por cualquiera de los dos. Conforme a la fecha, lo habitual es que el periodo de exclusiva oscile entre treinta días y seis meses, en función de la complejidad de la transacción o del tamaño de la compañía¹⁵. Por lo que al suceso se refiere, la vinculación al acuerdo podrá extenderse hasta la votación de los socios sobre la oferta presentada por los administradores¹⁶ o hasta el abandono de las negociaciones por parte del interesado¹⁷.

4.2. Compensación por terminación

Destaca en el clausulado, como previsión principal que frecuentemente acompaña cualquier acuerdo de exclusividad¹⁸, el establecimiento de una compensación por terminación, conocido también como *“break up fee”*, *“cancellation fee”* o *“termination fee”*, entre otros.

En virtud de dicha cláusula la compañía objetivo adquiere el compromiso de pago de una cantidad determinada al oferente siempre que terminen las negociaciones por una causa ajena a la voluntad de este último, como, por ejemplo ante la aceptación de la oferta de un competidor o en el caso de que rectifiquen su intención de venta de la compañía.

¹⁵ BATTERSON, E. “USA. Negotiated M&A guide” 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811> pág.3; RUDOMINO, V. “Russia. Negotiated M&A guide” 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811> pág 7 ; GARCÍA MUÑOZ, J. “El protocolo de adquisición” en *Adquisición de sociedades no cotizadas*, Acosta, R., Moreno-Luque, J.M., Urquijo, J.L. (Coords.) Deusto, 1994 pág. 49; modelo de acuerdo con el de la obra *Adquisiciones de empresas*, Álvarez Arjona, J.M. Y Carrasco Perera, A. (Dirs.) Cizur Menor, 2013Pág. 1253

¹⁶ BATES, B. “King&Spalding client alert” 1999 en <http://www.kslaw.com/library/pdf/notalk.pdf> pág. 6

¹⁷ *Adquisiciones de empresas*, ÁLVAREZ ARJONA, J.M. y CARRASCO PERERA, A. (Dirs.) Cizur Menor, 2013 pág. 1253

¹⁸ MAYANJA, J. “No shop, no talk and break up fee. Agreements in merger and takeover transactions: the case for a fresh regulatory approach” *Op. Cit.* Pág. 6 afirma que, a menudo, ambos mecanismos son usados como un tándem en los acuerdos.

Por lo que a su finalidad se refiere, si los “*break up fees*” se configuran de forma correcta, son un instrumento realmente atractivo para las dos partes del negocio. Por un lado, en atención al interés del oferente, sirve a la protección de su inversión en el procedimiento de compraventa, puesto que normalmente cubre, como mínimo, los costes de la negociación, lo que además evita que la posible oferta se utilice *a posteriori* como señuelo o referencia (“*stalking horse*”) para la obtención de pujas más altas por terceros¹⁹. Por otro, en el anverso de la moneda, tienen gran interés para los socios de la compañía en tanto que estimula o favorece la realización de ofertas por posibles compradores, motivo por el cual en algunos países como el Reino Unido, dichos instrumentos son conocidos como “*inducement fee*”²⁰.

Ello, no obstante, el cumplimiento de tal finalidad y, en consecuencia, el éxito de dicho mecanismo de compensación, depende en la práctica de la delimitación cuantitativa sobre el pago. En este sentido, como ha quedado de manifiesto, si el fundamento de tales previsiones es la reparación del perjuicio económico sufrido con base en la frustración de la operación, lo normal será que la cuantía comprenda el coste asumido para la formulación de la oferta tras la evaluación e investigación de la empresa objetivo, sin que suela incluirse el lucro cesante del oferente, por la dificultad de su determinación²¹. Dicho pago, en la práctica se traduce, generalmente, en una cantidad que oscila entre el 1% y el 5% del valor de la transacción proyectada²².

¹⁹ STILTON, A. *Sale of Shares and Business*, es Reino Unido, 2013 pág. 29; BATTERSON, E. “USA. Negotiated M&A guide” *Op. Cit.* pág. 3

²⁰ En este sentido se pronuncia el art.21.2 del City Code on Takeovers and Mergers, titulado “*Inducement fees and other offer-related arrangements*” disponible en <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>

²¹ KAHAN, M. y KLAUSNER, M. “Lockups and the Market for Corporate Control” en *Stanford Law Review*, Vol. 48, 1996 pág. 1544

²² RADIN, S. A. “Talking about talk...” *oP. Cit.* MAYANJA, J. “No shop, no talk...” *Op. Cit.* Pág 9 sitúa el umbral entre el 1% y el 3%, aunque también afirma que en ocasiones puede superarse; PAREDES GALEGO, C. “Sobre la admisibilidad en Derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (“*break-up fees*”) en supuestos de ofertas públicas de adquisición” *Op. Cit.* Pág. 1109 afirma que en Estados Unidos el porcentaje normalmente está entre el 2% y el 5% y comprende además, el coste de oportunidad; BURGESS, K. J. “Gaining perspective: Directors’ Duties in the context of “no shop” and “no talk” provisions in merger agreements” en *Columbia Business Law Review* nº 431 (2001) disponible en <http://cblr.columbia.edu/archives/10785> sitúa el umbral entre el 3% y el 5% del valor de mercado de la compañía; BARUSCH, R. “WSJ M&A 101: Guide to Mergers, Part 2: Deal Protections”, 2010 en <http://blogs.wsj.com/deals/2010/11/15/wsj-ma-101-guide-to-mergers>

Si, por el contrario, la cuantía es notablemente inferior o superior a la señalada, difícilmente la *“break up fee”* cumplirá su función. En el primero de los casos, los interesados a quienes les ofrezcan un pago por compensación de cuantía irrisoria o manifiestamente insuficiente, que no garantice el reembolso de la inversión, presentarán mayores reticencias para la emisión de sus ofertas y los socios verán como disminuye o desaparece el interés por la compañía.

En el segundo de los casos, si bien, dicho inconveniente desaparece –pues cuanto mayor sea el pago por compensación, más interés tendrá el posible comprador en el lanzamiento de la primera oferta²³–, aparecen otros tanto o más relevantes para los socios de la compañía. Por un lado, el abono de una cantidad superior a los gastos soportados es posible que genere un efecto perverso en la conducta del oferente en tanto que, la ruptura de las negociaciones le colocaría en una situación económica más ventajosa que la correspondiente al momento inicial o, lo que es lo mismo, obtendría beneficios por la frustración de la operación²⁴. Por otro lado, la estipulación de una compensación por terminación de cuantía desproporcionada actuaría en la práctica como una cláusula de bloqueo (*“lock-up fee”*) que impediría la llegada de ofertas alternativas.²⁵

Tal efecto disuasorio se produce porque si un tercero pretende la adquisición de una compañía que previamente ha pactado una *“break up fee”* muy elevada con otro, soportaría, si finalmente consuma la compraventa, una pérdida de valor proporcional al coste de dicha cláusula, de forma que, cuanto mayor sea la cuantía del pago por

²³ PAREDES GALEGO, C. “Sobre la admisibilidad...” *Op. Cit.* Pág. 1121 el elemento incentivador para que el oferente lance su oferta, será tanto mayor cuanto más elevada sea la indemnización de terminación.

²⁴ MAYANJA, J. “No shop, no talk and break up fee. Agreements in merger and takeover transactions: the case for a fresh regulatory approach” *Op. Cit.* Pág 31

²⁵ BAINBRIDGE, S. M. “Exclusive merger agreements...” *Op. Cit.* pág. 79 El autor pone de manifiesto la dificultad existente para advertir cuándo una cláusula de estas características genera un efecto de “bloqueo” ante ofertas de terceros. En su opinión, mientras que un 10% del valor de la propuesta del oferente es una cantidad razonable, una *“lock-up”* cuya cuantía ascienda al 17% es excesiva e impediría claramente cualquier oferta alternativa. Para ello, también refleja opiniones jurisprudenciales como el Caso Smith v Pritzker, nº 6342 Del. Ch, July 6, 1982.

terminación por encima del precio normal, menor será el interés que genere la adquisición de la compañía a los terceros²⁶.

4.3. Otras previsiones

Junto a la previsión principal de compensación por terminación también es posible que las partes pacten otras diferentes en función de sus intereses, si bien, menos habituales en el mercado de las fusiones y adquisiciones.

Una previsión que puede darse especialmente, a favor del vendedor, cuando la compañía objetivo despierta el interés de varios candidatos es el pago de un “*exclusivity fee*”. En su virtud, el oferente abona una cantidad determinada a la compañía para que temporalmente se retire del mercado y acepte una negociación con él en exclusiva, cantidad que, si concluye satisfactoriamente la negociación, se deduciría del precio de la operación o, lo que es lo mismo, funcionaría como una suerte de anticipo²⁷.

Otro de los derechos que pretenderá reservarse el oferente inicial en el acuerdo, son los conocidos como “*topping rights*” o “*match rights*”, que en nuestro sistema jurídico serían equiparables a un derecho de tanteo. A través de su intermedio, el oferente tiene el derecho a que el vendedor le informe exactamente sobre si existen negociaciones con candidatos alternativos y si ha recibido alguna oferta superior a la suya. En dicho supuesto, antes de que la compañía finalice el vínculo con el primer oferente mediante el ejercicio de su derecho de terminación, tendrá obligación de concederle un plazo determinado para que formule otra oferta. El problema, sin embargo, que dicha cláusula genera, reside en el efecto desmotivador que produce en terceros interesados, toda vez que, incluso la emisión de una oferta más alta no les

²⁶ KAHAN, M. y KLAUSNER, M. “Lockups...” *Op. Cit.* pág. 1544 afirman que el resultado de una licitación entre varios oferentes depende de la máxima cantidad que los candidatos estén dispuestos a pagar –su precio de reserva-. Dicho precio depende del provecho que espera obtener si adquiere la empresa a un precio determinado. Si la empresa objetivo garantiza la exclusividad a un oferente, la “*lock-up fee*” implica una desventaja al otro oferente, pues le repercutirá en la adquisición de la compañía. La “*lock-up*” reduce, por tanto, el lucro del nuevo adquirente porque tendrá que asumir el coste de la compensación.

²⁷ BRITO E ABREU, F. “Portugal. Negotiated M&A” 2014, en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811> pág. 5

garantiza el éxito en la transacción si el primer oferente ejercita su derecho ni tampoco el reembolso de las cantidades invertidas para su cálculo y formulación²⁸.

En la práctica anglosajona también es más frecuente cada vez el pacto entre las partes de una cláusula “go shop”. Dicha previsión que, actuaría como una obligación sometida a condición resolutoria, permite que, durante un plazo concreto, los administradores de la compañía busquen una oferta superior si consideran que el precio de mercado de la sociedad es mayor que el ofrecido por el interesado. Así, tras la aceptación de la primera oferta, la compañía, en un plazo que oscila entre uno y dos meses²⁹, tiene libertad para la valoración y, en su caso, aceptación de cualquiera de las ofertas que los terceros pudieran plantearle. En tal supuesto, como el primer oferente aprueba la búsqueda de otros candidatos, si la compañía aceptara una oferta alternativa, el pago por compensación que recibiría sería notablemente menor al correspondiente en condiciones normales –fuera del plazo pactado- precisamente para que tal pago no implique un “efecto cerrojo” en los términos citados anteriormente. La inclusión de esta previsión resulta sumamente interesante para los administradores de la sociedad en tanto que, la existencia de un plazo para la celebración de negociaciones paralelas garantiza el cumplimiento de sus deberes fiduciarios frente a los socios, quienes tendrán la certeza de que actuaron en búsqueda del mejor acuerdo posible³⁰. Ello, no obstante, parte de la doctrina

²⁸ BARUSCH, R. “WSJ M&A 101: Guide to Mergers, Part 2: Deal Protections”, 2010 en <http://blogs.wsj.com/deals/2010/11/15/wsja-101-guide-to-mergers> ; MORTON, M. y HAMERMESH, L. “Go-shops with matching rights: Reimbursing topping bidders”, 2007 en <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2007/05/21/go-shops-with-matching-rights-and-reimbursing-topping-bidders/> QUINN, B. J. M. “Match that! An empirical Assesment of Rights of First Refusal in Merger Agreements” en *Boston college law school*. 2008. en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1473080 Pág. 9; en este sentido, caso “Toys R us” [http://courts.delaware.gov/opinions/\(dyvula55xuodm0i1ftpmgd55\)/download.aspx?ID=62560](http://courts.delaware.gov/opinions/(dyvula55xuodm0i1ftpmgd55)/download.aspx?ID=62560)

²⁹ PLANT, N. y MATARRESE, J. “Go-shops provisions under the spotlight” en <http://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCMQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.dentons.com%2Fen%2F%2Fmedia%2F099DEE1D842E4A48968C0E99A20C8B23.ashx&ei=M7-JVJfiKYbTaLnQgZAL&usq=AFQjCNF0FTOdIhAON-o4wNweXfcwCWhfwg&bvm=bv.81456516,d.d2s> SALTZMAN, J. “Drafting Go-Shop clauses in Canadian M&A transactions” en http://www.blg.com/en/NewsAndPublications/Documents/Publication_3299.pdf sostiene que los plazos en Canadá generalmente están entre los treinta y los cuarenta y cinco días, pero que han tenido casos de catorce días y también de dos meses.

³⁰ MCLAIN, T. L. “Go shop and no shop clauses”, 2009 en <http://www.avvo.com/legal-guides/ugc/go-shop-and-no-shop-clauses>

considera que los plazos del “go shop” generalmente no son suficientes para que otros interesados realicen una correcta *due diligence*³¹.

Aunque apenas se utilizaban en la práctica³², por su especial mecanismo de compensación y su difícil compatibilidad con los deberes fiduciarios de los administradores³³, las “asset lock-ups”, que tuvieron una cierta aplicación en los años ochenta³⁴ - si bien, fueron cuestionadas por los tribunales³⁵- parece que, en determinadas circunstancias, vuelven a utilizarse. Tales acuerdos, también conocidos como “Crown jewel lock-up” (venta de las joyas de la corona) contienen un compromiso de venta de los activos entre la compañía y el interesado para que en el caso de que la oferta por las acciones o participaciones no fuera aceptada por los socios, el interesado ejecute su derecho y adquiera los bienes en cuestión a cambio de un precio –generalmente con descuento-. La crítica a dicha opción parece merecida, pues la amenaza de la enajenación de los activos más importantes genera un efecto disuasorio frente a terceros, que ven como, con la salida de las “joyas de la corona”, la compañía objetivo pierde parte de su atractivo. Pese a ello, en la actualidad han surgido nuevas versiones menos agresivas de dichas cláusulas que no generan un rechazo frontal en la medida en que su materialización no desvirtúa tanto la adquisición alternativa, bien por la elevada contraprestación por el activo en cuestión³⁶, o bien porque la pérdida del activo saliente es asumible³⁷.

³¹ BARUSCH, R. “WSJ M&A 101: Guide to Mergers, Part 2: Deal Protections”, 2010 en <http://blogs.wsj.com/deals/2010/11/15/wsj-ma-101-guide-to-mergers>

³² CHE, Y-K. y LEWIS, T. R. “The role of lockups in takeover contests” en *RAND Journal of Economics* vol.38 nº 3, 2007 pág. 648

³³ PAREDES GALEGO, C. “Sobre la admisibilidad...” *Op. Cit.* Pág. 1106

³⁴ WOLF, D. E. “Crown Jewels –Restoring the Luster to Creative Deal Lock-ups?”, 2013 en <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/02/22/crown-jewels-restoring-the-luster-to-creative-deal-lock-ups/>

³⁵ sirva de ejemplo el caso Macmillan, en <http://ocw.mit.edu/courses/sloan-school-of-management/15-649-the-law-of-mergers-and-acquisitions-spring-2003/study-materials/class6macmillan.pdf> pág. 21

³⁶ Sirva como ejemplo la cláusula aceptada por Bearn Sterns con JP Morgan en la que la primera –con serios problemas de solvencia- se comprometía a la venta, a la segunda, de sus oficinas generales en Manhattan por una cantidad superior al billón de dólares. Ver WOLF, D. E. “Crown Jewels –Restoring the Luster to Creative Deal Lock-ups?”, *Op. Cit.*

³⁷ En el acuerdo de adquisición entre Apple Y AuthenTec, esta última garantizó a Apple una opción para adquirir una licencia no exclusiva de un sensor tecnológico de la compañía. SOLOMON, S. D. “Apple’s Quiet Deal for AuthenTec” , 2012 en http://dealbook.nytimes.com/2012/08/01/apples-quiet-deal-for-authentec/?_php=true&_type=blogs&_r=0

Ello, no obstante, en nuestro país el artículo 160. f) LSC³⁸ impide la enajenación de activos esenciales si no lo han aprobado previamente los socios, por lo que será necesario su consentimiento expresado en junta general para que el vendedor tenga un derecho de compra sobre alguna de las “joyas de la corona”³⁹.

5. Problemática de los acuerdos de exclusividad

Aunque los acuerdos de exclusividad, como ha quedado de manifiesto, son realmente útiles durante el proceso negociador de compraventa de empresa –pues incentivan la primera oferta-, si su contenido no es redactado de forma precisa y con las cautelas necesarias es probable que se convierta en una fuente de conflicto entre las partes afectadas.

Ello es debido a que, a diferencia de otros acuerdos, en el de exclusividad concurren, en ocasiones, hasta tres intereses diferentes: en primer lugar, el propio del oferente que pretende servirse de la exclusividad como elemento disuasorio de la competencia que protege su oferta y le garantiza un pago compensatorio en caso de no materializarse por causas ajenas a su voluntad; en segundo lugar, el inherente a los socios, que, como es lógico, consistirá en la obtención del mayor precio posible por sus

³⁸ Art. 160 f) LSC “La adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales. Se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado”.

³⁹ Dicho artículo, pese a que hace referencia a activos esenciales, también debe entenderse aplicable a salidas de caja de dicha cantidad, esto es, se trataría de una presunción *iuris tantum* que, en atención a la finalidad de la norma, también sería exigible la autorización de la junta general para una descapitalización de tal magnitud. Con respecto a la posible validez de enajenaciones o salidas de caja de tal calibre, la doctrina se muestra partidaria a negársela a aquellos acuerdos que no contengan aprobación de la junta general, por lo que la autorización tendría la consideración de *conditio iuris*; por todos, RECALDE CASTELLS, A “Comentario al artículo 160 LSC” en *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia De gobierno corporativo (Ley 31/2014)*. Juste Mencía, J. (Coord.) Pamplona, 2015 consultado en www.proview.thomsonreuters.com “En realidad la norma altera el régimen legal que regula la toma de decisiones en las operaciones contempladas, requiriendo un acuerdo positivo de la junta como requisito para la validez del negocio. No se ocupa de un problema que afecte al poder de representación, sino que fija la capacidad de la sociedad en relación con operaciones tan relevantes, que exceden claramente de la gestión ordinaria que delimita el objeto social, y fija cuál es el órgano que debe actuar”. Recientemente, refleja la división doctrinal en torno a la posible aplicación del art. 234 LSC, FERNÁNDEZ DEL POZO, L. “Las operaciones sobre activos esenciales: artículos 160 f) y 511 bis de la Ley de Sociedades de Capital” en *Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas*. Sebastián Quetglás, R. (Dir.) Madrid, 2016 pág. 259 quien sostiene, a diferencia de la doctrina académica mayoritaria, que el co-contratante de buena fe está protegido por la vía del art. 160 f) LSC que resulta aplicable al caso aunque sea por analogía”

acciones o participaciones; y, en tercer término, eventualmente, el de los administradores⁴⁰.

Este último supuesto resulta problemático cuando se advierten intereses divergentes entre ellos y los titulares de las acciones o participaciones, situación que puede darse especialmente en la venta de aquellas sociedades que tienen el capital social dividido entre un elevado número de socios. En este sentido, si concurre una pluralidad de candidatos a la compra de la compañía, es posible que la suscripción de un acuerdo de exclusividad responda a una estrategia para que a los socios les llegue únicamente la oferta del candidato que a los administradores más les beneficie -su “*White knight*” (caballero blanco)⁴¹-, ya sea por la promesa de que serán mantenidos en su cargo o a cambio de una compensación económica como contraprestación al apoyo prestado en las negociaciones⁴².

Dicho objetivo es fácilmente alcanzable si los administradores prometen una elevada e injustificada compensación por terminación. Ante tal hecho, es probable que los socios

⁴⁰ Reflejan tales tensiones entre administradores y socios, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. y NUÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R. “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés” en *Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas*. Sebastián Quetglás, R. (Dir.) Madrid, 2016 pág. 305 afirman que “en el centro de esa confluencia de intereses se sitúan los administradores. A ellos incumbe, por lo general, decidir sobre la operación y administrarla. Como *insiders* que son, en no pocas ocasiones su propio interés se verá concernido en ella. En su condición de agentes, están obligados a anteponer en toda circunstancia el interés de los propietarios de la empresa y a velar por que la sociedad no dispense a estos un trato injustificadamente dispar”.

⁴¹ MAYANJA, J. “No shop, no talk...” *Op. Cit.* Pág 8

⁴² BAINBRIDGE, S. M. “Exclusive merger agreements...” *Op. Cit.* Pág. 78 afirma que si la oferta preferida por los administradores no es finalmente aceptada, ellos no recibirán los “*side-payments*” (pagos complementarios) prometidos. Esta conducta, reprochable cuando no se adviertan ventajas para los socios, está tipificada, en consonancia con la normativa de los países de nuestro entorno, desde 2010, en el Código Penal en su artículo 286 bis que regula la “corrupción entre particulares” y cuyo contenido es el siguiente: “1. *Quien por sí o por persona interpuesta prometa, ofrezca o conceda a directivos, administradores, empleados o colaboradores de una empresa mercantil o de una sociedad, asociación, fundación u organización un beneficio o ventaja de cualquier naturaleza no justificados para que le favorezca a él o a un tercero frente a otros, incumpliendo sus obligaciones en la adquisición o venta de mercancías o en la contratación de servicios profesionales, será castigado con la pena de prisión de seis meses a cuatro años, inhabilitación especial para el ejercicio de industria o comercio por tiempo de uno a seis años y multa del tanto al triplo del valor del beneficio o ventaja.* 2. *Con las mismas penas será castigado el directivo, administrador, empleado o colaborador de una empresa mercantil, o de una sociedad, asociación, fundación u organización que, por sí o por persona interpuesta, reciba, solicite o acepte un beneficio o ventaja de cualquier naturaleza no justificados con el fin de favorecer frente a terceros a quien le otorga o del que espera el beneficio o ventaja, incumpliendo sus obligaciones en la adquisición o venta de mercancías o en la contratación de servicios profesionales*”. Todo ello, sin perjuicio de la infracción del deber de lealtad inherente a su cargo y, en particular, del artículo 229.1 e) LSC que impone al administrador el deber de abstenerse de “*obtener ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad y su grupo asociadas al desempeño de su cargo, salvo que se trate de atenciones de mera cortesía*”.

se sientan coaccionados por las consecuencias económicas negativas que generaría el rechazo a la oferta propuesta por los administradores y no tengan, por consiguiente, más remedio que aceptarla⁴³. También los terceros perderán su interés por la operación habida cuenta de que el valor de la compañía tras el pago de la “*break up fee*” será notablemente inferior.

Ello, no obstante, aunque, el interés de los administradores esté alineado con el de los socios y no pretendan beneficio para sí o terceros relacionados, su actuación en la celebración de tales acuerdos es fácil que quede en tela de juicio. Dicha situación de sospecha surge ante la dificultad que entraña el establecimiento por el órgano de administración de una “*break-up fee*” como medio de incentivación a una primera oferta que sea lo suficientemente justa con el oferente inicial pero que a su vez no impida la llegada de propuestas alternativas.

La búsqueda de un equilibrio entre la tensión generada por el interés del oferente en la protección de su oferta y el de los socios en la maximización de su beneficio no resulta sencilla y llevará a los administradores a la toma de decisiones difíciles que, en ocasiones, puede que no sean acertadas pero que no por ello implican necesariamente una transgresión de sus deberes fiduciarios⁴⁴.

En este sentido, el dato principal utilizado para la valoración de la conducta de los administradores es la cuantía pactada en la compensación por terminación y, como ha quedado de manifiesto, no existe una línea clara que distinga cuando es o no económicamente adecuada⁴⁵. Además, el hecho de que la transgreda no significa que merezca un reproche jurídico si demuestra que su actuación estuvo guiada por el

⁴³ BURGESS, K. J. “Gaining perspective...” *Op. Cit.* Afirma que el papel de los administradores como representante en las negociaciones de los accionistas, le habilita para la adopción de medidas que actúen como “*poison pills*” (píldora venenosa) que impida el acceso directo del oferente alternativo a los socios de la sociedad.

⁴⁴ Pues entraría dentro de lo previsto en el art. 226 LSC que, tras la reforma de 2014 incorpora el principio de la “*business judgement rule*” que, como recuerda el profesor ALFARO ÁGUILA-REAL, J. “Comentario al artículo 226 LSC” en *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia De gobierno corporativo (Ley 31/2014)*. Juste Mencía, J. (Coord.) Pamplona, 2015 consultado en www.proview.thomsonreuters.com “tiene precisamente por objeto limitar el control judicial de las decisiones empresariales”.

⁴⁵ PAREDES GALEGO, C. “Sobre la admisibilidad...” *Op. Cit.* Pág. 1125 afirma que, frente a tal problema “resultaría aconsejable obtener al menos una “*fairness opinión*” de una entidad financiera en la que se avalase o justificase el proceder de la sociedad objetivo y, en concreto, el importe de la indemnización pactada en relación con el volumen de la operación.

interés de la compañía⁴⁶. Piénsese en un hipotético supuesto en el que exista cierta urgencia por la venta junto a un escaso interés por la sociedad e, inesperadamente, el órgano de administración recibe una propuesta de un tercero que sólo accederá a la negociación si protege su oferta con una elevada “*break up fee*”⁴⁷. En tal caso, la disyuntiva es evidente: de un lado, la aceptación de la propuesta implicaría la imposibilidad de que reciban ofertas alternativas; de otro, la no aceptación quizás conlleve la pérdida de la única oportunidad de venta⁴⁸.

En virtud de lo expuesto, queda claro que no son pocos los problemas a los que se enfrentan los administradores cuando optan por la celebración de un acuerdo de exclusividad, por lo que resultará necesario el establecimiento de ciertas cautelas que faciliten las pautas de su actuación y minimicen tan elevados riesgos⁴⁹.

6. La cláusula “fiduciary out”.

Precisamente con la finalidad de que sea compatible la protección de los oferentes con el cumplimiento de los deberes inherentes al cargo de administración, en la práctica es habitual que los acuerdos de exclusiva incorporen una cláusula de salida conocida por la doctrina anglosajona como “*fiduciary out*”.

Por consiguiente, dicha cláusula podría definirse como aquella previsión establecida en el acuerdo de exclusividad que permite a los administradores de la sociedad objetivo que, durante la vigencia del pacto, faciliten información, reciban y valoren ofertas alternativas cuando no hacerlo implique una vulneración de sus deberes fiduciarios con la sociedad y con los socios⁵⁰.

⁴⁶ MAYANJA, J. “No shop, no talk...” *Op. Cit.* Pág. 19

⁴⁷ BARUSCH, R. “WSJ M&A 101: Guide to Mergers, Part 2: Deal Protections”, 2010 en <http://blogs.wsj.com/deals/2010/11/15/wsja-101-guide-to-mergers> señala que tal situación de las negociaciones donde el comprador impone sus condiciones es conocida como “*Golden rule*”(regla de oro), en virtud de la cual, “quien tiene el oro, pone las reglas”.

⁴⁸ BAINBRIDGE, S. M. “Exclusive merger agreements...” *Op. Cit.* Pág. 7 afirma que los administradores en ocasiones no valoran los riesgos de la compañía y pierden un “pájaro en mano sin garantía de que vayan a encontrar otro en los arbustos”.

⁴⁹ BATTERSON, E. “USA. Negotiated M&A guide” *Op. Cit.* pág. 4 señala que la garantía de la exclusividad por la compañía objetivo debe extenderse con gran precaución, para evitar reclamaciones a los directores de la compañía por la ruptura de sus deberes fiduciarios.

⁵⁰ *Phelps Dodge v. Cyprus Amax, C.A. No. 17398 (Del Ch. Sept. 27, 1999)*

Su necesidad, por tanto, está fuera de toda duda, pues, en caso contrario, los administradores quedarían vinculados a la oferta inicialmente aceptada y tendrían la obligación contractual de recomendarla a los titulares de las acciones/participaciones.

Así, la “*fiduciary out*” rebaja la tensión existente entre, por un lado, el deber de actuación de los administradores frente al primer oferente como consecuencia del acuerdo de exclusividad suscrito y, por otro, su deber, inherente al cargo, de guiarse siempre por la búsqueda del mayor beneficio para los socios, conocido en la doctrina americana como “*Revlon duty*”⁵¹ e incorporado también a la normativa de varios Estados federales⁵². Con su establecimiento *ab initio* en el contrato, las partes toman conciencia de que el acuerdo de exclusividad no es tan restrictivo como por su título parece, -más incluso en las denominaciones anglosajonas “*no shop/no talk*” (no vender, no hablar)- y que el órgano de administración siempre tendrá una cláusula de escape que permita el abandono de las negociaciones con anterioridad a la terminación del plazo.

Concretamente, la práctica distingue dos modalidades de la “*fiduciary out*”: en primer lugar, aquella que concede un derecho a los administradores para que consideren otras ofertas de terceros o acepten una superior en sustitución de la del primer oferente. En este sentido, para que una oferta posterior pueda considerarse superior a la recibida inicialmente, será necesario no sólo que iguale la cantidad ofrecida, sino que también comprenda la suma que la compañía adeudará en concepto de “*break up fee*” por la terminación de las negociaciones, pues si la cantidad ofrecida fuera inferior a dicha suma a la sociedad vendedora le resultará más rentable la propuesta del primer oferente⁵³. En segundo lugar, el derecho que habilita a los administradores a

⁵¹ En este sentido, ver caso Revlon 506 A.2d 173 (Del. 1985) <http://h2o.law.harvard.edu/cases/2967> que establece que los administradores en el cumplimiento de sus deberes fiduciarios, ante una posible venta de la compañía deben buscar el máximo beneficio posible para los accionistas.

⁵² Sirva de ejemplo el California Corporations Code § 309 (a) según el cual, el “*duty of care*” de los administradores, les impone actuar en buena fe y en la búsqueda de los mejores intereses para la compañía y los accionistas, y que su actuación debe ser la que llevaría a cabo una persona prudente en circunstancias similares. (“*A director shall perform the duties of a director, including duties as a member of any committee of the board upon which the director may serve, in good faith, in a manner such director believes to be in the best interests of the corporation and its shareholders and with such care, including reasonable inquiry, as an ordinarily prudent person in a like position would use under similar circumstances.*”)

⁵³ RADIN, S. A. “Talking about talk...” *Op. Cit.* Afirma que la “*break up fee*” le concede una ventaja con respecto a los demás competidores en la cuantía de su precio.

cambiar su recomendación a los socios sobre la aceptación de la oferta a causa del acaecimiento de un evento imprevisto o una causa desconocida hasta la fecha, que concede a la compañía un valor sustancialmente superior al que tenía y, por ende, bastante más elevado que el precio propuesto por el oferente inicial –situación conocida como “*gold in the backyard*” (“oro en el jardín de atrás”)⁵⁴-.

Fuera de estos escenarios, parece poco probable que tenga virtualidad una cláusula de dicha naturaleza, sin embargo, en su redacción, los administradores de la sociedad intentarán que su contenido sea lo más genérico posible para que la salida de las negociaciones resulte sencilla, motivo por el cual, en la práctica, aducen directamente al conflicto con sus deberes fiduciarios⁵⁵. La excepción a esta regla se produce únicamente cuando crean que el oferente no accederá a las negociaciones sin la redacción de una cláusula más restrictiva que dificulte el ejercicio por la compañía de su derecho de terminación⁵⁶.

Ello, no obstante, en ninguno de los dos casos el comprador permitirá que el ejercicio de tal derecho resulte fácil ni mucho menos barato por lo que intentará que el “*break-up fee*” repare convenientemente la frustración del negocio.

Por lo que al contenido de los deberes fiduciarios hace referencia, quedarían comprendidos en la citada cláusula, con base en nuestro derecho positivo, los dos que

⁵⁴ BECK, J. “Nevada: Delaware of the West?” en *Deal Lawyers* vol. 5 nº 6, 2011, pág. 3

⁵⁵ Sirva de ejemplo, el acuerdo de exclusividad citado por MAYANJA, J. “No shop, no talk...” *Op. Cit.* Pág 7 que hace referencia al caso *Arthur Yates & Co Ltd.* (2001) 19 ACLC 529, donde las partes suscriben que “*el cumplimiento de las obligaciones no podrá suponer una violación de los deberes fiduciarios de los administradores de Yates o ser desleal en cualquier otro término*”; JONES, R. M. “Use of “No Shop Clause” in Acquisition Agreements” en <http://attymike.com/2010/08/19/use-of-a-“no-shop-clause”-in-acquisition-agreement/> también señala en su artículo una “fiduciary out provision” añadida para la modificación de la “no shop clause:”, que establece que, si los administradores de la compañía reciben una oferta posterior para la adquisición de la empresa, y consideran, que es necesario atenderla en cumplimiento de sus deberes fiduciarios, se reservan la posibilidad de hacerlo, incluyendo, si es necesario, la terminación del presente acuerdo para no infringir sus obligaciones con los accionistas. El vendedor notificará inmediatamente al comprador cualquier oferta recibida por un tercero” (“*Notwithstanding any provision of this Agreement, if the board of directors of Seller receives an unsolicited written bona fide acquisition proposal, and the board determines in good faith that, in order to comply with its fiduciary obligations to shareholders under applicable law, the board shall be permitted to take such actions, including if necessary, the termination of this Agreement, in order to fulfill its obligations to shareholders. The Seller will notify the Buyer immediately if any Person makes any proposal, offer, inquiry, or contact with respect to any of the foregoing.*”)

⁵⁶ BECK, J. “Nevada: Delaware of the West?” en *Deal Lawyers* vol. 5 nº 6, 2011, pág. 3.

dominan la conducta de los administradores, esto es, el deber de lealtad y el deber de diligencia.

En atención al primero, su contenido coincide básicamente con el acuñado por el Tribunal de Delaware en el caso “*Revlon*”, de forma que el administrador está obligado a que sus labores de gestión vayan orientadas hacia la promoción del interés social por encima de cualquier otro interés, incluido el suyo propio⁵⁷. En el particular caso de venta de la compañía para que dicho deber, regulado en el art. 227 LSC, se entienda cumplido, será necesario que el administrador obre con la intención de que la contraprestación por las acciones o participaciones de los socios sea la más elevada posible⁵⁸, en tanto que su labor consiste en la promoción de intereses ajenos – desempeñar el cargo “en el mejor interés de la sociedad”-⁵⁹. En caso contrario, contravendrá no solo el tenor de la cláusula general del artículo citado, sino también otros específicos como algunas de las previsiones contenidas en el artículo 228 LSC que establece una serie de obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad y en el artículo 229 LSC relativo al deber de evitar situaciones de conflicto de intereses.

Con respecto al deber de diligencia, aunque no está definido en el art. 225 LSC⁶⁰, dicha norma contiene dos referencias asimilables a tal conducta: en primer lugar, la concepción clásica que entiende cumplido el deber de diligencia cuando el administrador equipara su conducta con la de un ordenado empresario⁶¹; en segundo,

⁵⁷ En este sentido, afirma JUSTE MENCÍA, J. “Comentario al artículo 227 LSC” en *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia De gobierno corporativo (Ley 31/2014)*. Juste Mencía, J. (Coord.) Pamplona, 2015 consultado en www.proview.thomsonreuters.com que “el interés que deben servir los administradores de forma preponderante es el propio del conjunto de socios que los nombraron, que ocupan el lugar del principal en la gestión de servicios por cuenta ajena”.

⁵⁸ En el caso *Paramount Communications v. QVC Network, Inc. (Del 1993) 637 A 2d 34*, queda constancia de que, una vez que los administradores deciden aprobar la venta, tienen una obligación de obtener el mayor precio posible para los accionistas.

⁵⁹ GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho mercantil. Parte primera*, Valencia, 2013. Pág. 471

⁶⁰ Art. 225 LSC: “.1 Los administradores deberán desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario, teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos. 2. Los administradores deberán tener la dedicación adecuada y adoptarán las medidas precisas para la buena dirección y el control de la sociedad. 3. En el desempeño de sus funciones, el administrador tiene el deber de exigir y el derecho de recabar de la sociedad la información adecuada y necesaria que le sirva para el cumplimiento de sus obligaciones”.

⁶¹ De forma más concreta, señala ALFARO ÁGUILA-REAL, J. “Comentario al artículo 225 LSC” en *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia De gobierno corporativo (Ley 31/2014)*. Juste Mencía, J. (Coord.) Pamplona, 2015 consultado en www.proview.thomsonreuters.com que “el administrador cumple con su contrato con la sociedad si

una obligación de hacer en una doble dimensión: adoptar las medidas oportunas en beneficio de la sociedad y hacerlo previa consulta de la información necesaria.

Tras la lectura de su contenido queda claro que la no inclusión de una “*fiduciary out*” en el contrato colocaría al administrador en una situación desde la que sería realmente difícil que no incumpliera su deber de diligencia.

Así, por un lado, en consideración al primer párrafo del citado precepto, aunque se trate de una referencia genérica e indeterminada, no cabe duda de que un ordenado empresario en el caso de que ponga su empresa a la venta, intentaría que dicha operación le reportara el mayor beneficio económico, por lo que, en principio, atendería y evaluaría todas las ofertas posibles.

Por otro lado, en atención a los restantes –que podrían entenderse como especificación de uno de los deberes primeros-, la suscripción de un acuerdo de exclusividad –“*no-shop/no-talk*”, que no contenga una “*fiduciary out*” resulta del todo punto incompatible con el deber de informarse adecuadamente. En este sentido, salvo que la celebración de dicho acuerdo que restringe la concurrencia por la compra de la compañía venga motivada –y pueda demostrarlo- por el interés social –ora por la urgencia de la venta, ora por la inexistencia de pujas, etc.- cualquier otra decisión del administrador tendrá consecuencias negativas; bien frente al oferente si opta por el incumplimiento del contrato (aunque en este caso responderá la sociedad sin perjuicio de una posible acción de responsabilidad), bien frente a los socios por el incumplimiento de su deber de diligencia manifestado en la falta de consideración de ofertas alternativas.

En consecuencia, aunque el deber de información, quede limitado –como es lógico- por el pacto de un acuerdo de tal naturaleza, los administradores le deben un respeto mínimo que comprende, cuanto menos, su vertiente pasiva, esto es, la posibilidad de que atienda (pero que no invite o fomente) ofertas aparentemente más favorables⁶².

gestiona la empresa social, como lo haría un experto empresario que gestionase su propio patrimonio. Cómo debe comportarse un «ordenado empresario» se determina de acuerdo con las características de la empresa concreta que se gestiona (gran/pequeña empresa, sector, tipo de actividad que desarrolla...)”

⁶² Caso Omnicare Inc. V. NCS Healthcare, Inc. 818 A2d 914,936 (Del 2003); BURGESS, K. J. “Gaining perspective...” *Op. Cit* pág. 2 menciona la irracionalidad de ciertas cláusulas no shop. Afirma JONES, R.

Así, precisamente lo reconoce la jurisprudencia norteamericana cuando manifiesta su preocupación ante las cláusulas “*no talk*”, en la medida en que, de antemano, veta el derecho de los administradores a informarse sobre ofertas potenciales, lo que, permite que dicha previsión restrictiva sea comparable con el concepto doctrinal de la “*willful blindness*”⁶³ en virtud de la cual, la imposibilidad contractual de los administradores de que atiendan otras propuestas no es motivo suficiente para que queden exonerados de su deber de informarse⁶⁴.

Por tanto, en virtud de lo expuesto, la cláusula de salida o los derechos de terminación resultan fundamentales para la armonización de la exclusividad con el deber de lealtad y diligencia, ya que facilita la salida de las negociaciones con un coste previsible de antemano, minimiza los riesgos frente a la otra parte en caso de litigios posteriores y permite el cumplimiento de los citados deberes fiduciarios⁶⁵.

7. El incumplimiento de los acuerdos de exclusividad. Especial referencia a la cláusula penal.

7.1. Normativa actual.

Como ha quedado de manifiesto a lo largo del presente trabajo, el pacto de la exclusividad en las negociaciones no se entiende sin la correlativa referencia a una cantidad –determinada o determinable– que sirva a la satisfacción del perjudicado en caso de incumplimiento, esto es, la “*break up fee*” o compensación por terminación.

M. “Use of “No Shop Clause” in Acquisition Agreements” *Op. Cit.* que, aunque al vendedor le está prohibido promocionar la venta de la compañía, los administradores sí que podrán responder a ofertas no solicitadas.

⁶³ En el Derecho norteamericano la “*willful blindness*” implica un intento deliberado de permanecer en la ignorancia sobre hechos que son generadores de responsabilidad.

⁶⁴ Caso *Phelps Dodge Corp v. Cyprus Amax Minerals Co.* 31 SRLR 1336 10/8/99). BAINBRIDGE, S. M. “Exclusive merger agreements and lock-ups in negotiated corporate acquisitions” *Op. Cit.* Pág. 88

⁶⁵ WEIBLE, R. A. y OLIVER, M. G. “Fiduciary out provision can benefit both parties to a transaction and should be included in most sale agreements” en *Corporate Counsel Weekly* vol. 26 nº 23, 2011 pág.1; Para que tales deberes se entiendan cumplidos, PAREDES GALEGO, C. “Sobre la admisibilidad...” *Op. Cit.* Pág. 1124-1125 afirma que la conducta de los administradores está justificada si se cumplen determinadas premisas, entre las que destacan: “i) que la toma de control de la sociedad objetivo por el oferente redunde en beneficio de la sociedad y de sus accionistas; iii) la finalidad de la indemnización no puede ser obstaculizar posibles ofertas competidoras y no debe ser por una cuantía que haga inviable o desincentive la formulación de ofertas competidoras; iv) la sociedad objetivo debe haber tratado de minimizar hasta el máximo posible el importe de la indemnización y ésta no debe ser por un importe que pueda afectar significativamente a la situación financiera de la sociedad.

Dicha pena convencional ligada a esta clase de acuerdos está expresamente prevista en el art. 56 Ccom a imagen del art. 1152 CC que permite a las partes separarse del régimen general del incumplimiento de los contratos y que disciplinen las consecuencias de la contravención del contenido pactado⁶⁶.

La preferencia por la previsión de una pena contractualmente establecida es lógica si se repara en las ventajas que ofrece a ambas partes con respecto al sistema clásico de daños y perjuicios: en primer lugar, por la predeterminación de la compensación *ex ante*⁶⁷, como una apreciación anticipada de los perjuicios que ocasionaría el incumplimiento, lo que sirve no sólo a una función resarcitoria y sancionadora, sino también preventiva, porque refuerza el vínculo obligatorio en tanto que muestra al vendedor el coste de su transgresión. La segunda ventaja que ofrece el pacto de una pena convencional con respecto al régimen ordinario, a diferencia de la anterior, tiene un marcado carácter procesal. Y ello porque la parte perjudicada por el incumplimiento, tendrá derecho al pago de la cantidad pactada sin necesidad de que pruebe el daño.

En este sentido, mientras que para el cobro de una indemnización por daños y perjuicios a la parte que no incumplió el contrato se le exige, conforme al art. 217.2 LEC⁶⁸ la prueba de los requisitos necesarios, esto es, el incumplimiento, los daños y perjuicios sufridos y el nexo causal entre tal conducta y resultado⁶⁹, para la ejecución de una cláusula penal basta con la acreditación del incumplimiento o, lo que es lo

⁶⁶ Artículo 56 Ccom *“En el contrato mercantil en que se fijare pena de indemnización contra el que no lo cumpliera, la parte perjudicada podrá exigir el cumplimiento del contrato por los medios de derecho o la pena prescrita; pero utilizando una de estas dos acciones quedará extinguida la otra, a no mediar pacto en contrario”*. Art. 1152 CC *“En las obligaciones con cláusula penal, la pena sustituirá a la indemnización de daños y al abono de intereses en caso de falta de cumplimiento, si otra cosa no se hubiere pactado. Sólo podrá hacerse efectiva la pena cuando ésta fuere exigible conforme a las disposiciones del presente Código”*.

⁶⁷ SAP Málaga de 23 de julio de 2013

⁶⁸ Art. 217.2 LEC *“Corresponde al actor y al demandado reconviniente la carga de probar la certeza de los hechos de los que ordinariamente se desprenda, según las normas jurídicas a ellos aplicables, el efecto jurídico correspondiente a las pretensiones de la demanda y de la reconvención”*.

⁶⁹ SAP Málaga de 23 de julio de 2013 *“la indemnización de daños y perjuicios no siempre es consecuencia forzosa del incumplimiento contractual, pues el simple reconocimiento del incumplimiento no genera «per se» daños, perjuicios y la secuela indemnizatoria. Procede dicha indemnización cuando el daño es real, efectivo, concreto y resulta probado, ya que sin prueba de la existencia de perjuicios no puede surgir la condena”*

mismo, la demostración de la transgresión de la conducta contractualmente protegida⁷⁰.

Por lo que a la naturaleza del incumplimiento hace referencia, únicamente tendrá virtualidad en esta sede el motivado por la falta de realización o cumplimiento de la obligación, ya que la materialización defectuosa o incompleta quedan subsumidas en el primer supuesto ante la imposible graduación de la prestación. Y ello porque la conducta aquí prometida consiste en una “obligación de no hacer” que no admite modulación alguna, de forma que cualquier desviación del programa contractual⁷¹ se producirá necesariamente por un comportamiento activo que la contraríe y tendrá, por ende, la consideración de incumplimiento definitivo, materializado en la ruptura de la exclusividad.

Con respecto a su acumulabilidad con el sistema resarcitorio legalmente previsto, según el citado precepto la obligación con cláusula penal no excluye la indemnización de daños y perjuicios, si bien, para esta doble satisfacción es preciso que las partes lo prevean expresamente. En su defecto, se entenderá que el carácter de la compensación prevista es puramente sustitutivo.

En atención al contenido de la pena, aunque no sea frecuente, nada obsta a que las partes, en virtud de la libre autonomía de su voluntad, pacten en la compensación una prestación no dineraria, tal y como permiten por su indeterminación el art. 56Ccom y 1152CC⁷² como el ejemplo citado con anterioridad de los “*asset lock-ups*” que prevé el pago en especie o por la atribución de derechos.

Por el contrario, a diferencia del aspecto cualitativo de la indemnización, la determinación cuantitativa plantea mayores problemas. Y ello es debido a que no es posible su corrección *ex post* ni su moderación en sede judicial habida cuenta que el

⁷⁰ PAREDES GALEGO, C. “Sobre la admisibilidad...” *Op. Cit.* Pág. 1113 señala que “la parte cumplidora no tiene la carga de probar el monto de los daños sufridos ni el nexo causal entre éstos y el incumplimiento. Al contrario, basta con que se pruebe el incumplimiento de la contraparte para que la pena resulte exigible”.

⁷¹ En estos términos PANTALEÓN PRIETO, F. “Las nuevas bases de la responsabilidad contractual” en *Anuario de Derecho civil*, 1993. Pág. 170

⁷² Art. 1152 CC “En las obligaciones con cláusula penal, la pena sustituirá a la indemnización de daños y al abono de intereses en caso de falta de cumplimiento, si otra cosa no se hubiere pactado. Sólo podrá hacerse efectiva la pena cuando ésta fuere exigible conforme a las disposiciones del presente Código”.

art. 1154 CC únicamente prevé tal posibilidad en caso de cumplimiento irregular o parcial, conducta imposible en una obligación de no hacer como la que aquí es objeto de estudio. De forma que, pese al establecimiento de una cuantía manifiestamente abusiva el juez no tiene facultad alguna para su modificación y los socios, como propietarios de las acciones o participaciones, quedarán directamente afectados aunque el contrato lo hubiera celebrado el administrador como representante de la parte vendedora, sin perjuicio de las acciones que quepan contra él con motivo de contravención de sus deberes inherentes al cargo. Además, en tanto que no ostentan la consideración de consumidores, tampoco resultará de aplicación la normativa tuitiva de tal colectivo que declara la nulidad de las cláusulas abusivas⁷³. En este sentido el Alto Tribunal fija como doctrina jurisprudencial que *“cuando la cláusula penal está establecida para un determinado incumplimiento, aunque fuera parcial o irregular, no puede aplicarse la facultad moderadora del artículo 1154 del Código civil si se produce exactamente la infracción prevista; o por decirlo con otras palabras, que la moderación procede cuando se hubiera cumplido en parte o irregularmente la obligación para cuyo incumplimiento total la pena se estableció, de modo que, como afirma la doctrina, la finalidad del repetido artículo no reside en resolver la cuestión de si se debe rebajar equitativamente una pena por resultar excesivamente elevada, sino en interpretar que las partes, al pactar la pena, pensaron en un incumplimiento distinto del producido”*⁷⁴.

7.2. El incumplimiento de los acuerdos exclusividad en el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil

Los acuerdos de exclusividad, por su naturaleza jurídica, a la luz del citado Anteproyecto encuentran la regulación a su incumplimiento en la doctrina prevista para el incumplimiento contractual⁷⁵, si bien, no aplicada en todas sus posibilidades pues como ha quedado de manifiesto, únicamente tendrá virtualidad en esta sede el incumplimiento por falta de realización, ya que la materialización defectuosa o incompleta quedan subsumidas en el primer supuesto ante la imposible graduación de la prestación.

⁷³ Arts. 82 y 83 Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

⁷⁴ STS de 3 de diciembre de 2014; STS de 10 de marzo de 2014; STS de 31 de marzo de 2010; STS 1 de junio de 2009; STS 26 de marzo de 2009; STS de 15 de octubre de 2008, entre otras.

⁷⁵ Capítulo VI del Libro IV “De las Obligaciones y de los Contratos Mercantiles en General”.

En atención a su régimen jurídico, el incumplimiento de los acuerdos de exclusividad encuentra regulación expresa en el artículo 440-2.4 ALCM, cuyo tenor es el que sigue: *“el incumplimiento del pacto de exclusiva se regirá por las normas relativas al incumplimiento contractual, y en particular por las relativas a la indemnización de daños y perjuicios”*.

Ello, no obstante, en tanto que la práctica no concibe el pacto de exclusiva sin una penalidad en caso de contravención, no se hará aquí referencia a los mecanismos resarcitorios legalmente previstos en los arts. 417-2⁷⁶, 417-3⁷⁷ y 417-4⁷⁸, algunos, además de imposible aplicación para acuerdos de esta naturaleza⁷⁹.

En consecuencia, ante el incumplimiento del acuerdo de exclusividad, será aplicable el artículo 417-5⁸⁰, que bajo la rúbrica *“pago pactado para el caso de incumplimiento”*, hace referencia a las cláusulas penales en los contratos mercantiles.

⁷⁶ Artículo 417-2. Remedios del incumplimiento.

“1. En los contratos mercantiles la parte que no haya cumplido su prestación en el plazo establecido, o lo haya hecho defectuosamente, siempre que ello no implique un incumplimiento esencial del contrato, podrá subsanar a su costo el incumplimiento si lo hace en un plazo razonable.

2. En cualquier supuesto de incumplimiento, la parte perjudicada puede conceder a la otra parte un plazo adicional razonable para que efectúe su cumplimiento. Si transcurrido el plazo adicional el deudor no cumple, aunque su incumplimiento no sea esencial, podrá la parte perjudicada dar por terminado el contrato.

3. En los dos supuestos anteriores la parte perjudicada por el incumplimiento podrá suspender el cumplimiento de su prestación mientras que la subsanación no se haga efectiva, y conservará el derecho a la indemnización de daños y perjuicios que la subsanación no pueda evitar.”

⁷⁷ Artículo 417-3. Recuperación por la parte perjudicada.

“En los casos en los que la prestación incumplida tenga un precio corriente en el mercado, la parte perjudicada podrá recuperar la diferencia entre el precio del contrato y el precio corriente al tiempo de su resolución, así como también el resarcimiento de cualquier daño adicional.

Se considerará como precio corriente en el mercado el generalmente cobrado por las mercancías o servicios contratados en circunstancias semejantes en el lugar en el que el contrato debió haberse cumplido. Si no hubiere precio corriente en ese lugar, se tendrá en cuenta el precio corriente en otro lugar que parezca razonable tomar como referencia”.

⁷⁸ Artículo 417-4. Operación de reemplazo.

“La parte perjudicada por el incumplimiento del contrato podrá recurrir a una operación de reemplazo siempre que lo haga en forma y plazo razonables después de la resolución del contrato, en tal caso podrá exigir a la parte incumplidora la diferencia entre el precio del contrato y el precio de la operación de reemplazo, así como el resarcimiento de cualquier otro daño adicional.”

⁷⁹ En este sentido, la imposible graduación del incumplimiento como relativo impide la aplicación del artículo 417-2 que prevé remedios en caso de cumplimiento fuera de plazo o defectuoso, pero no definitivo –como es el caso– o el artículo 417-4 que regula las operaciones de reemplazo, práctica imposible ante bienes no sustituibles como son las acciones o participaciones.

⁸⁰ Artículo 417-5. Pago pactado para el caso de incumplimiento.

Por lo que a su determinación hace referencia, aunque el artículo 417-5 ALCM señale que el incumplidor pagará “una suma determinada o determinable” nada impide que sirva como compensación una prestación no dineraria tal y como se ha expresado con respecto a los arts. 56 Ccom y 1152 CC.

Ello, no obstante, aunque no existan limitaciones cualitativas a la prestación debida más allá de las generales del Derecho, el legislador sí ha previsto, acertadamente, restricciones en sede judicial a la cantidad pactada si el juez la considera “notoriamente desproporcionada al daño efectivamente sufrido”. En este sentido, mientras que en Estados Unidos, pese a la existencia de la “*business judgment rule*”, las cláusulas que contienen cuantías desproporcionadas pueden invalidarse conforme a la doctrina establecida en el caso “*Unocal*”⁸¹, en nuestro país, tales excesos según lo previsto en el citado 417-5 ALCM son corregibles posteriormente por el juez sin necesidad de que la cláusula quede invalidada, lo que, sin duda, además de que resulta menos drástico, también es posible que disuada a los administradores y oferentes sobre la adopción de compensaciones por terminación injustificables⁸², en tanto que los socios podrán dirigirse al juez para que modifique tales cantidades.

Dicha previsión amplía de forma notable la capacidad de actuación judicial con respecto a la normativa vigente. Así, mientras que el artículo 1154 CC⁸³ únicamente permite, -mejor dicho, obliga⁸⁴- la modificación equitativa de la pena ante un

“Si en el contrato se hubiere pactado que la parte que lo incumpla deberá pagar a la otra parte una suma determinada o determinable, la parte perjudicada por el incumplimiento tendrá derecho al pago de dicha suma sin tener que probar el daño y sin poder exigir, salvo pacto en contrario, una suma mayor por el daño excedente. La suma establecida podrá, en todo caso, ser modificada por el juez si fuera notoriamente desproporcionada al daño efectivamente sufrido”.

⁸¹ *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985) Hasta este caso, los tribunales de Delaware venían aplicando la “*business judgement rule*”, en el ámbito de las fusiones y adquisiciones, si bien, en este supuesto, señalaron que las medidas defensivas adoptadas debían ser proporcionales y razonables a la naturaleza de las amenazas. En *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995) el Tribunal señaló que “es necesario analizar si la medida defensiva es draconiana y si genera el efecto de restringir la alternativa de los accionistas”. Más recientemente *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003).

⁸² Sirva el ejemplo del “caballero blanco” (“*White knight*”) mencionado con anterioridad.

⁸³ Artículo 1154 CC

“El Juez modificará equitativamente la pena cuando la obligación principal hubiera sido en parte o irregularmente cumplida por el deudor.”

⁸⁴ Afirma GÓMEZ POMAR, F. “El incumplimiento contractual en el Derecho español” en http://www.indret.com/pdf/466_es.pdf , 2007 pág. 29 que “desde tiempo casi inmemorial, el Tribunal

incumplimiento parcial o defectuoso, el citado precepto mercantil la contempla ante cualquier tipo de incumplimiento, -el definitivo inclusive-, para que, en consonancia con el artículo 9:509 PECL⁸⁵, facultativamente, la ajuste económicamente no tanto conforme al grado de incumplimiento sino con base en la gravedad del daño.

En atención a la acumulabilidad de dicho pago con otras medidas de resarcimiento, nada obsta a la concreción de tal posibilidad, si bien, igual que en el caso anterior, es necesario que las partes lo pacten expresamente. Así lo especifica el art. 417-5 ALCM – *“sin poder exigir, salvo pacto en contrario, una suma mayor por el daño excedente”*, en consonancia con la normativa civil, concretamente los artículos 1152 CC y 1153 CC⁸⁶, y también con la regulación mercantil contenida en el artículo 56 Ccom. Consecuentemente, incluso aunque los gastos realizados en el proceso de revisión legal y todos aquellos necesarios para la formulación de la oferta fuesen superiores a la cantidad expresamente pactada por ruptura del acuerdo de exclusividad, el oferente no tendrá medios alternativos de resarcimiento a menos que así lo hubieren previsto en el contrato⁸⁷.

Supremo repite que la moderación no es facultativa sino obligatoria en los casos de cumplimiento parcial, irregular o defectuoso” (STS 21 de junio de 2004 y STS 27 de abril de 2005).

⁸⁵ Artículo 9:509: Indemnización pactada para el caso de incumplimiento

“(1) Si se hubiera dispuesto en el contrato que en caso de incumplimiento de una parte ésta deberá pagar una suma determinada de dinero a la parte lesionada por dicho incumplimiento, el perjudicado recibirá dicho importe con independencia del daño efectivamente causado.

(2) Sin embargo y aun cuando se haya dispuesto otra cosa, la cantidad pactada podrá reducirse a una cifra más razonable, si su importe resultara manifiestamente excesivo en proporción al daño provocado por el incumplimiento y a las demás circunstancias”.

⁸⁶ Art. 1153 CC *“El deudor no podrá eximirse de cumplir la obligación pagando la pena, sino en el caso de que expresamente le hubiese sido reservado este derecho. Tampoco el acreedor podrá exigir conjuntamente el cumplimiento de la obligación y la satisfacción de la pena, sin que esta facultad le haya sido claramente otorgada”.*

⁸⁷ Sirva de ejemplo, el modelo de contrato que contiene la obra Adquisiciones de Empresas, Op. Cit. pág. 1254 que señala en los apartados b) y c) lo siguiente: “b) si por cualquier razón no cumpliéramos con los compromisos anteriores y, consecuentemente, no se les transmitieran a ustedes la totalidad o una parte sustancial de las mencionadas acciones o activos y/o se les causara a ustedes algún daño o perjuicio, les abonaremos, si así nos lo solicitan por escrito y lo justifican documentalmente, todos los honorarios y gastos que hayan pagado a sus contables, abogados y otros asesores profesionales con respecto a sus respectivos servicios a los que se ha hecho referencia anteriormente en esta carta, así como otros daños y perjuicios (incluyendo el lucro cesante) que se les hayan podido ocasionar como consecuencia de ello; c) si el pago a ustedes de una compensación económica por los daños y perjuicios sufridos no fuera suficiente en caso de incumplimiento de cualesquiera otros derechos o acciones que les puedan asistir o corresponder, ustedes tendrán derecho asimismo a exigirnos otro tipo de remedio que les desagravie o satisfaga completamente y de forma equitativa (incluyendo, pero no sólo, exigirnos el cumplimiento por equivalente) en compensación por dicho incumplimiento de los compromisos asumidos en esta carta”.

8. Conclusiones

A la luz de lo expuesto, no cabe duda de la utilidad de los acuerdos de exclusividad en el marco de un proceso de adquisición de empresas pues, de un lado, garantizan al potencial comprador la ausencia de competencia durante un tiempo y; de otro, incentivan las primeras ofertas. Ello, no obstante, el recurso a los mismos por las partes entraña no pocos riesgos, tanto económicos, como jurídicos, pues una mala delimitación de su contenido temporal y cuantitativo es posible que genere un efecto bloqueo ante posibles ofertas superiores o una indemnización injustificada al interesado a cargo de los propietarios de la compañía en caso de ruptura de las negociaciones. Por tanto, es de vital importancia para su éxito una redacción moderada, que, de forma equilibrada, tutele los intereses de las partes sin que tenga que cuestionarse a los administradores por el incumplimiento de sus deberes fiduciarios. Con respecto a la normativa proyectada, es del todo punto acertada la reforma propuesta por el legislador sobre la cláusula penal que permite la moderación judicial de la indemnización, medida demandada en la práctica y que tendrá gran utilidad en la protección de los intereses de los socios.

9. Bibliografía

ALFARO ÁGUILA-REAL, J. "Comentario al artículo 226 LSC" en *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia De gobierno corporativo (Ley 31/2014)*. Juste Mencía, J. (Coord.) Pamplona, 2015 consultado en www.proview.thomsonreuters.com

- "Comentario al artículo 225 LSC" en *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia De gobierno corporativo (Ley 31/2014)*. Juste Mencía, J. (Coord.) Pamplona, 2015 consultado en www.proview.thomsonreuters.com

ÁLVAREZ ARJONA, J.M. y CARRASCO PERERA, A. (Dirs.) *Adquisiciones de empresas*, Cizur Menor, 2013

BAINBRIDGE, S. M. "Exclusive merger agreements and lock-ups in negotiated corporate acquisitions" en *Minnesota Law Review*, vol 75, 1990

BARUSCH, R. "WSJ M&A 101: Guide to Mergers, Part 2: Deal Protections", 2010 en <http://blogs.wsj.com/deals/2010/11/15/wsj-ma-101-guide-to-mergers>

BATES, B. "King&Spalding client alert" 1999 en <http://www.kslaw.com/library/pdf/notalk.pdf>

BATTERSON, E. "USA. Negotiated M&A guide" 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811>

BECK, J. "Nevada: Delaware of the West?" en *Deal Lawyers* vol. 5 nº 6, 2011

BLOCK, D. J., BARTON, N. E. y RADIN, S.A. "The Business Judgment Rule Fiduciary Duties of Corporate Directors" Aspen Law & Business vol I, Nueva York, 1998.

BRITO E ABREU, F. "Portugal. Negotiated M&A" 2014, en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811>

BURGESS, K. J. "Gaining perspective: Directors' Duties in the context of "no shop" and "no talk" provisions in merger agreements" Provisions in Merger Agreements, *Colum. Bus. L. Rev.* 2001

CHE, Y-K. y LEWIS, T. R. "The role of lockups in takeover contests" en *RAND Journal of Economics* vol.38 nº 3, 2007

CRONHEIM, P. y STEGERHOEK, E. "The Netherlands. Negotiated M&A guide" 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811>

EVANGELOU, S. "Cyprus. Negotiated M&A guide" 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811>

FERNÁNDEZ DEL POZO, L. "Las operaciones sobre activos esenciales: artículos 160 f) y 511 bis de la Ley de Sociedades de Capital" en *Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas*. Sebastián Quetglás, R. (Dir.) Madrid, 2016

GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho mercantil. Parte primera*, Valencia, 2013.

GARCÍA MUÑOZ, J. “El protocolo de adquisición” en *Adquisición de sociedades no cotizadas*, Acosta, R., Moreno-Luque, J.M., Urquijo, J.L. (Coords.) Deusto, 1994

GÓMEZ POMAR, F. “El incumplimiento contractual en el Derecho español” en http://www.indret.com/pdf/466_es.pdf

JONES, R. M. “Use of “No Shop Clause” in Acquisition Agreements” en <http://attymike.com/2010/08/19/use-of-a-“no-shop-clause”-in-acquisition-agreement/>

JUSTE MENCÍA, J. “Comentario al artículo 227 LSC” en *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia De gobierno corporativo (Ley 31/2014)*. Juste Mencía, J. (Coord.) Pamplona, 2015 consultado en www.proview.thomsonreuters.com

KAHAN, M. y KLAUSNER, M. “Lockups and the Market for Corporate Control” *Stanford Law Review*, Vol. 48, 1996

MAYANJA, J. “No shop, no talk and break up fee. Agreements in merger and takeover transactions: the case for a fresh regulatory approach” *Australian Journal of Corporate Law* nº 14, 2002 Disponible en <http://eprints.usq.edu.au/2297/>

MCLAIN, T. L. “Go shop and no shop clauses” , 2009 en <http://www.avvo.com/legal-guides/ugc/go-shop-and-no-shop-clauses>

MORTON, M. y HAMERMESH, L. “Go-shops with matching rights: Reimbursing topping bidders”, 2007 en <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2007/05/21/go-shops-with-matching-rights-and-reimbursing-topping-bidders/>

PANTALEÓN PRIETO, F. “Las nuevas bases de la responsabilidad contractual” en *Anuario de Derecho civil*, 1993.

PAREDES GALEGO, C. “Sobre la admisibilidad en Derecho español de las cláusulas de indemnización por terminación (“break-up fees”) en supuestos de ofertas públicas de adquisición” en *RdM* nº249, 2003.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. y NUÑEZ-LAGOS DE MIGUEL, R. “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés” en *Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas*. Sebastián Quetglás, R. (Dir.) Madrid, 2016

PLANT, N. y MATARRESE, J. “Go-shops provisions under the spotlight” en <http://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCMQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.dentons.com%2Fen%2F%2Fmedia%2F099DEE1D842E4A48968C0E99A20C8B23.ashx&ei=M7-JVJfiKYbTaLnQgZAL&usg=AFQjCNF0FTOdIhAON-o4wNweXfcwCWhfwg&bvm=bv.81456516,d.d2s>

QUINN, B. J. M. “Match that! An empirical Assesment of Rights of First Refusal in Merger Agreements” en *Boston college law school*. 2008

RADIN, S. A. “Talking about talk: No talk and Fiduciary Out Provisions in Delaware after Phelps Dodge, Capital Re and IXC” en *Business and Securities Litigator* , 2000 en www.weil.com

RECALDE CASTELLS, A “Comentario al artículo 160 LSC” en *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia De gobierno corporativo (Ley 31/2014)*. Juste Mencía, J. (Coord.) Pamplona,2015 consultado en www.proview.thomsonreuters.com

RUDOMINO, V. “Russia. Negotiated M&A guide” 2014 en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811>

SALTZMAN, J.”Drafting Go-Shop clauses in Canadian M&A transactions” en http://www.blg.com/en/NewsAndPublications/Documents/Publication_3299.pdf

SOLOMON, S. D. “Apple’s Quiet Deal for AuthenTec”, 2012 en http://dealbook.nytimes.com/2012/08/01/apples-quiet-deal-for-authentec/?_php=true&_type=blogs&_r=0

STILTON, A. *Sale of Shares and Businesses*, Reino Unido, 2013

VERGEZ SÁNCHEZ, M. “La regulación de las obligaciones y de los contratos mercantiles en general en la «Propuesta de código mercantil»” en *Hacia un nuevo Código Mercantil*/ Bercovitz Rodríguez-Cano, A. (Coord.) Pamplona, 2015

WEIBLE, R. A. y OLIVER, M. G. “Fiduciary out provision can benefit both parties to a transaction and should be included in most sale agreements” en *Corporate Counsel Weekly* vol. 26 nº 23, 2011

WHITE, P. “Ireland. Negotiated M&A guide” 2014, en <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=77f93863-0705-4fc2-99a2-893276316811>

WOLF, D. E. “Crown Jewels –Restoring the Luster to Creative Deal Lock-ups?”, 2013 en <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/02/22/crown-jewels-restoring-the-luster-to-creative-deal-lock-ups/>